

TOMASZ URYSEK*

Łódź

INWESTORZY ZAGRANICZNI
NA RYNKU POLSKICH SKARBOWYCH INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH

STRESZCZENIE

Celem artykułu jest zbadanie aktywności inwestorów zagranicznych na rynku instrumentów dłużnych Skarbu Państwa RP. Tak postawionemu celowi towarzyszą trzy hipotezy badawcze zaprezentowane we *Wprowadzeniu*.

Artykuł podzielono na trzy części. W pierwszej omówiono uwarunkowania pozyskiwania kapitału zagranicznego przez władze publiczne, w drugiej – zaprezentowano zadłużenie Skarbu Państwa RP na rynkach zagranicznych. W trzeciej opisano działania nierezydentów na rynku skarbowych papierów wartościowych (SPW), ze szczególnym uwzględnieniem rynku krajowego. Do badań wykorzystano dane Ministerstwa Finansów RP, Eurostatu oraz wiodących agencji ratingowych. Przeprowadzone analizy pozwoliły na pozytywną weryfikację postawionych hipotez oraz osiągnięcie celu badawczego.

Słowa kluczowe: dług publiczny, inwestorzy zagraniczni, skarbowe instrumenty dłużne

Wprowadzenie

Rynek skarbowych papierów wartościowych (SPW) jest jednym z najważniejszych segmentów rynku finansowego w krajach o gospodarce wolnorynkowej. Należy w tym miejscu zauważyć, że rządowy portfel długu jest z reguły

* Tomasz Urysek, dr, Katedra Finansów Publicznych, Instytut Finansów, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, e-mail: tomasz.urysek@uni.lodz.pl.

największym portfelem finansowym w danym kraju¹. Do niedawna skarbowe instrumenty dłużne (SID) były uważane za papiery wolne od ryzyka². Ostatni kryzys finansowy oraz kryzys finansów publicznych w wielu krajach zrewidowały ten pogląd. Można stwierdzić, że portfel długu publicznego niejednokrotnie składa się ze złożonych i ryzykownych struktur finansowych, co może zmniejszać atrakcyjność inwestycji w SID oraz powodować wzrost ryzyka stabilności finansowej państwa³. Obecnie inwestorzy nadal poszukują możliwości inwestycji w instrumenty skarbowe, jednak podstawą do podjęcia decyzji jest, podobnie jak w przypadku innych instrumentów, ocena ryzyka oraz stopy zwrotu z tych instrumentów.

Celem artykułu jest zbadanie aktywności inwestorów zagranicznych na rynku instrumentów dłużnych Skarbu Państwa RP. Tak postawionemu celowi towarzyszą następujące hipotezy badawcze:

- wraz z systematyczną poprawą ocen ratingowych rośnie zainteresowanie inwestorów zagranicznych instrumentami dłużnymi Skarbu Państwa RP;
- w okresie kryzysu finansowego inwestorzy zagraniczni zwiększyli wartość inwestycji w polskie SPW, lokując kapitał w inwestycje obciążone relatywnie najniższym ryzykiem;
- inwestorzy zagraniczni coraz częściej lokują środki w instrumenty emitowane w polskich złotych, akceptując tym samym ryzyko kursowe.

W artykule wykorzystano polską oraz zagraniczną literaturę przedmiotu. Przedstawiono wyniki analiz wykonanych na podstawie danych Ministerstwa Finansów RP, Eurostatu, agencji Fitch, Standard and Poor's oraz Moody's. Okres badań objął miesięczne obserwacje od stycznia 2004 roku do stycznia 2013 roku.

Pozyskiwanie kapitału zagranicznego przez władze publiczne

Swobodny przepływ kapitału między krajami, silne tendencje globalizacyjne na rynkach finansowych oraz swobodny dostęp do informacji spowodowały, że inwestorzy lokują swoje środki na rynkach międzynarodowych. Jednocześnie liczne podmioty, włączając w to władze publiczne, mogą poszukiwać tam źró-

¹ *Guidelines for public debt management*, Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank, IMF 2001, s. 2, V.

² W. Dębski, *Akcje, obligacje i ich wycena*, Absolwent, Łódź 1997, s. 49.

³ *Guidelines for public debt management...*, s. 2, V.

deł finansowania swojej działalności. Taka sytuacja powinna ułatwiać władzom publicznym ograniczanie ryzyka płynności budżetu, a często także pozwolić na pozyskiwanie kapitału po relatywnie niższym koszcie, co ma, z kolei, wymierny wpływ na kondycję całego sektora finansów publicznych.

Ułatwienia w zakresie dostępności kapitału na rynkach zagranicznych nie muszą się jednak zawsze przekładać na faktyczny wzrost wartości publicznego zadłużenia zagranicznego (lub wzrost udziału długu zagranicznego w kwocie długu publicznego ogółem). Badania prowadzone w tym obszarze⁴ wskazują, że w wielu krajach rozwijających się, mimo silnych tendencji globalizacyjnych, maleje udział zadłużenia zagranicznego w długu publicznym ogółem. Jednocześnie kraje strefy euro (a więc w większości wysoko rozwinięte) znacząco zwiększyły w okresie kilku ostatnich lat wartość (zarówno nominalną, jak i w odniesieniu do PKB) publicznego zadłużenia zagranicznego⁵. W roku 2010, przeciętnie w krajach unii gospodarczej i walutowej (UGW) zadłużenie wobec nierezydentów stanowiło około 52% łącznej kwoty długu sektora publicznego⁶. Można byłoby więc wysnuć wniosek, iż kraje wysoko rozwinięte chętniej sięgają po zagraniczne źródła kapitału do finansowania potrzeb pożyczkowych sektora publicznego. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że przedstawiane w literaturze skutki ekonomiczne zaciągania zagranicznego długu publicznego nie są jednoznaczne⁷.

Brak jednoznacznej korelacji między postępującymi procesami globalizacyjnymi a zmianami kwot długu zagranicznego w różnych krajach skłania do szczegółowej analizy tej problematyki w Polsce. Analizując wartość i strukturę polskiego zadłużenia publicznego, warto zauważyć, że ponad 90% tego zadłużenia to zobowiązania Skarbu Państwa RP. Jest to w dużym stopniu wynikiem znaczącej centralizacji sektora publicznego. Zadłużenie sektora samorządowego, choć rosnące, jest nieporównywalnie mniejsze od wartości długu Skarbu

⁴ U. Panizza, *Domestic and external public debt in developing countries*, UNCTAD Discussion Papers 2008, no. 188.

⁵ J.D. Dias, *External debt statistics of the euro area*, IFC Conference on *Initiatives to address data gaps revealed by the financial crisis*, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland, 25–26 August 2010.

⁶ D.H. Lojsch, M. Rodríguez-Vives, M. Slavík, *The size and composition of government debt in the euro area*, European Central Bank Occasional Paper Series 2011, no. 132.

⁷ Por. I. Drine, S.M. Nabi, *Public external debt, informality and production efficiency in developing countries*, "Economic Modelling", March 2010, s. 487–495; E. Kohlscheen, *Domestic vs. external sovereign debt servicing: an empirical analysis*, "International Journal of Finance and Economics", January 2010, s. 93–103.

Państwa. Ponadto jednostki samorządu terytorialnego w relatywnie niewielkim stopniu korzystały ze zobowiązań zaciąganych u nierezydentów⁸. Z tego powodu analizie należy przede wszystkim poddać dług Skarbu Państwa RP.

Analizując publiczne zadłużenie zagraniczne, należy zwrócić uwagę na różne sposoby dywersyfikacji tego długu. Kryteriami mogą być: waluta, kraj pochodzenia inwestora (lub pożyczko- czy kredytodawcy), a także rynek, na którym pozyskiwane są środki (rynek krajowy lub zagraniczny). Za każdym razem struktura długu (w podziale na krajowy i zagraniczny) będzie nieco inna⁹. Szczególnie istotne wydają się tu dwa kryteria: pochodzenie inwestora (rezydent/nierezydent) oraz rynek. Pierwsze informuje o skłonności inwestorów zagranicznych do inwestowania w SID, drugie – o skali poszukiwania kapitału przez sektor publiczny na rynkach zagranicznych. Kryterium waluty jest ściśle powiązane z ryzykiem kursowym i w Europie ma szczególne znaczenie dla krajów będących poza strefą euro.

Oceny ratingowe polskich skarbowych instrumentów dłużnych a ich oprocentowanie

Inwestorzy, nabywając instrumenty finansowe, w tym skarbowe papiery dłużne, zwracają uwagę na oceny tych instrumentów przyznawane przez międzynarodowe agencje ratingowe. Oceny te nabrały szczególnego znaczenia w okresie spowolnienia i kryzysu gospodarczego.

Polskie skarbowe instrumenty dłużne są relatywnie wysoko oceniane przez agencje ratingowe (w kwietniu 2013 roku na poziomie A i A- według Fitch oraz Standard and Poor's, a także A2 według agencji Moody's)¹⁰. Z danych agencji ratingowych Fitch oraz Standard and Poor's wynika, że obligacje skarbowe emitowane w polskiej walucie były oceniane nieco lepiej niż papiery emitowane na rynki zagraniczne. Ponadto od 1995 roku systematycznie rósł rating polskich papierów skarbowych. W połączeniu ze stosunkowo wysokim oprocentowaniem, instrumenty te stanowią atrakcyjną formę inwestowania dla wielu podmiotów,

⁸ Por. T. Uryszek, *Financial management of local governments in Poland – selected problems*, "Journal of Economics, Business and Management" 2013, vol. 1, no. 3.

⁹ Szerzej np. T. Uryszek, *Dług Skarbu Państwa jako źródło finansowania deficytu budżetowego*, Difin, Warszawa 2010.

¹⁰ Dane Ministerstwa Finansów, <http://www.finanse.mf.gov.pl/dlug-publiczny/rating/rating-biezacy> (dostęp 22.04.2013).

w tym inwestorów zagranicznych. Oceny ratingowe skarbowych instrumentów długoterminowych, ich dochodowość, a także poziom długu publicznego w odniesieniu do PKB w Polsce na tle średniej dla UE, UGW oraz danych dla wybranych krajów UE przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

Ocena ratingowa, dochodowość długoterminowych skarbowych instrumentów dłużnych i wartość długu publicznego w wybranych krajach UE

	2004			2007			2009			2012		
	Dochodowość (%)	Ocena agencji Fitch	Dług/PKB (%)	Dochodowość (%)	Ocena agencji Fitch	Dług/PKB (%)	Dochodowość (%)	Ocena agencji Fitch	Dług/PKB (%)	Dochodowość (%)	Ocena agencji Fitch	Dług/PKB (%)
UE	4,38	–	62	4,56	–	59	4,13	–	75	3,74	–	85
UGW	4,12	–	70	4,32	–	66	3,82	–	80	4,01	–	91
Bułgaria	5,36	BBB-	37	4,54	BBB	17	7,22	BBB-	15	4,50	BBB-	19
Czechy	4,82	A-	29	4,30	A	28	4,84	A+	34	2,78	A+	46
Francja	4,10	AAA	65	4,30	AAA	64	3,65	AAA	79	2,54	AAA	90
Grecja	4,26	A	99	4,50	A	107	5,17	BBB+	130	22,50	CCC	157
Irlandia	4,08	AAA	30	4,31	AAA	25	5,23	AA-	65	6,17	BBB+	118
Niemcy	4,04	AAA	66	4,22	AAA	65	3,22	AAA	75	1,50	AAA	82
Polska	6,90	BBB+	46	5,48	A-	45	6,12	A-	51	5,00	A-	56
Portugalia	4,14	AA	62	4,42	AA	68	4,21	AA	84	10,55	BB+	124
Szwecja	4,42	AAA	50	4,17	AAA	40	3,25	AAA	43	1,59	AAA	38
Węgry	8,19	A-	60	6,74	BBB+	67	9,12	BBB	80	7,89	BB+	79

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu oraz agencji Fitch.

W tabeli 1 zaprezentowano dane przeciętne dla UE, UGW oraz kilku wybranych krajów unijnych: Niemiec i Francji (krajów należących do UGW, charakteryzujących się silną gospodarką), Grecji, Irlandii i Portugalii (państw należących do UGW, mających jednak problemy gospodarcze oraz problemy ze znaczącą nierównowagą finansów publicznych), Bułgarii, Czech, Polski i Węgier („nowych” członków UE, nienależących do UGW) oraz Szwecji (kraju silnego i stabilnego gospodarczo, nienależącego do UGW). Dane historyczne dotyczące ratingu wskazują, że nawet w okresie kryzysu finansowego rating polskich instrumentów dłużnych nie był obniżany. Oznacza to, że polska gospodarka jest oceniana jako relatywnie silna. Jednocześnie dochodowość polskich instrumentów dłużnych była (i nadal jest) atrakcyjna dla inwestorów. Kształtuje się na poziomie

krajów o znacznie niższym ratingu (na przykład Bułgarii). Czechi, które mają podobne oceny ratingowe jak Polska, proponują inwestorom znacznie niższą dochodowość. Jednocześnie warto zauważyć, że Polska (podobnie jak większość „nowych” członków UE) spełnia kryterium fiskalne traktatu z Maastricht dotyczące wysokości długu publicznego. W przypadku Polski wynika to bezpośrednio z zapisów Konstytucji RP, które określają maksymalną wysokość państwowego długu publicznego¹¹. Ponadto w ustawach o finansach publicznych (zarówno w poprzednich – z lat 1998 i 2005, jak i w obecnie obowiązującej – z 2009 roku) znajdują się zapisy mające nie dopuścić do nadmiernej destabilizacji finansów publicznych¹². Może to być dodatkowym czynnikiem obniżającym ryzyko inwestycyjne polskich SID, zwiększającym ich atrakcyjność. Zapewnia bowiem prawne gwarancje niedopuszczenia do nadmiernego zadłużenia publicznego.

Warto także zauważyć, że kraje silne gospodarczo (na przykład Niemcy, Francja) i mające bardzo wysokie oceny ratingowe znacząco obniżyły dochodowość swoich skarbowych długoterminowych instrumentów dłużnych, uznając, że premia za ryzyko w ich przypadku nie może być wysoka. Takie działania zniechęcają jednak część inwestorów poszukujących wyższej stopy zwrotu i akceptujących nieco wyższe ryzyko. Pod tym względem są dla nich atrakcyjne polskie SPW, obciążone relatywnie niewysokim ryzykiem i oferujące atrakcyjne oprocentowanie (znacząco wyższe niż przeciętne dla UE). Można nawet zaryzykować stwierdzenie, że Polska mogłaby nieco obniżyć to oprocentowanie, zmniejszając tym samym obciążenia budżetów przyszłych okresów. Mogłoby to jednak spowodować spadek zainteresowania polskimi skarbowymi instrumentami dłużnymi i wpłynąć na znaczący wzrost poziomu ryzyka płynności budżetu.

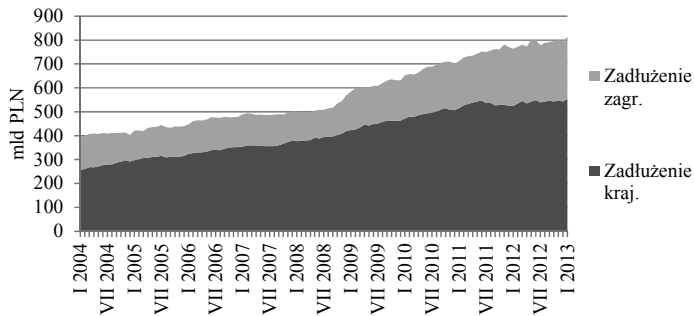
Zadłużenie Skarbu Państwa RP na rynkach zagranicznych

Polskie władze publiczne szczerze centralnego w znacznym stopniu korzystają z możliwości pozyskiwania środków finansowych za granicą. W okresie od

¹¹ Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., DzU 1997, nr 78, poz. 483, art. 216 ust. 5. Sposoby obliczania długu sektora *General Government* oraz państwowego długu publicznego różnią się w szczegółach, nie zmienia to jednak ogólnej idei występowania limitu wysokości zadłużenia publicznego, który nie może zostać przekroczony.

¹² Ustawa z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych, DzU 1998, nr 155, poz. 1014 z późn. zm., rozdz. 3; Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, DzU 2005, nr 249, poz. 2104 z późn. zm., rozdz. 3; Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, DzU 2009, nr 157, poz. 1240 z późn. zm., rozdz. 3.

stycznia 2004 roku do stycznia 2013 roku wartość zobowiązań Skarbu Państwa zaciągniętych na rynkach zagranicznych wzrosła z około 119 mld zł do 261 mld zł. W tym samym czasie udział tych zobowiązań w strukturze długu Skarbu Państwa zmalał z 35% (w styczniu 2004 roku) do 22% (w lipcu 2008 roku), a następnie wzrósł do 32% (w styczniu 2013 roku). Strukturę zadłużenia Skarbu Państwa RP według miejsca zaciągania długu zaprezentowano na rysunku 1.



Rys. 1. Struktura zadłużenia Skarbu Państwa RP według miejsca zaciągania długu

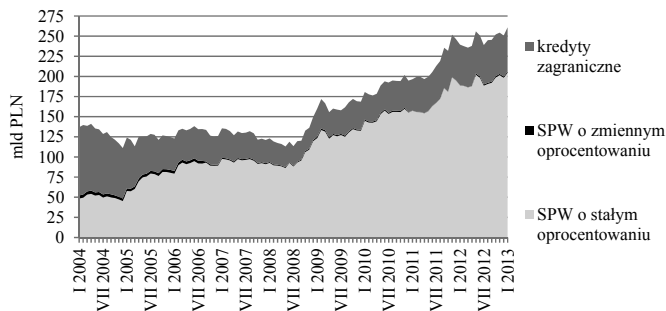
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Atrakcyjność polskich skarbowych instrumentów dłużnych emitowanych na rynki zagraniczne, oprócz stosunkowo wysokiego oprocentowania oraz dobrych ocen ratingowych, podnosiło to, że były one denominowane w relatywnie silnych walutach o zasięgu światowym. W okresie objętym badaniem, według danych Ministerstwa Finansów¹³, przeciętnie około 70% długu zagranicznego zaciąganego było w euro, a około 15% w dolarach amerykańskich. Pozostałe 15% zaciągnięto w różnych walutach, przede wszystkim w jenach japońskich oraz frankach szwajcarskich (a także, w niewielkim stopniu, w koronach norweskich, dolarach kanadyjskich czy funtach szterlingach).

W okresie objętym analizą znacząco zmieniła się struktura długu zaciąganego na rynkach zagranicznych. Obecnie władze publiczne szczebla centralnego pozyskują środki finansowe na tych rynkach głównie przez emisję skarbowych papierów dłużnych. Udział kredytów w całkowitej kwocie długu zagranicznego zmalał odpowiednio z 62% w styczniu 2004 roku do zaledwie 21% w styczniu 2013. Taką sytuację można ocenić pozytywnie, ponieważ

¹³ *Zadłużenie Skarbu Państwa. Biuletyn miesięczny (01/2004 – 02/2013)*, Ministerstwo Finansów, Warszawa.

– w przeciwieństwie do kredytów – w przypadku SPW ich emitent określa warunki emisji, w tym wysokość i sposób oprocentowania, termin wykupu, warunki przedterminowego wykupu, walutę itp. Dzięki temu możliwa jest skuteczniejsza optymalizacja struktury zadłużenia i jej elastyczna zmiana w zależności od konkretnych warunków rynkowych. Jednocześnie należy pamiętać, że wartość zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu kredytów zagranicznych jest jednak ciągle wysoka i stanowi znaczące obciążenie dla finansów publicznych¹⁴. Strukturę zadłużenia Skarbu Państwa na rynkach międzynarodowych zaprezentowano na rysunku 2.



Rys. 2. Struktura zadłużenia Skarbu Państwa RP na rynkach zagranicznych

Źródło: jak pod rysunkiem 1.

W badanym okresie systematycznie rosła wartość emisji obligacji przeznaczonych na rynki zagraniczne. Ich udział w strukturze długu zagranicznego wzrósł w przybliżeniu z 38% w styczniu 2004 roku do około 79% w styczniu 2013 roku. Niemal w całości (93%–99%) były to obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu. Według danych zawartych na stronach internetowych Ministerstwa Finansów, skumulowana wartość popytu na obligacje zagraniczne Skarbu Państwa (z wyłączeniem emisji typu *private placement*) była w przybliżeniu o 12% wyższa niż ich podaż. W niektórych przypadkach podaż była dokładnie równa popytowi, co oznacza, że Ministerstwo Finansów wykorzystywało w pełni zainteresowanie inwestorów polskimi instrumentami skarbowymi przeznaczonymi na rynki zagraniczne. Szczególnie duże zainteresowanie wykazywali oni

¹⁴ Por. A. Krzemińska, *Zmiany w poziomie i strukturze państwowego długu publicznego w Polsce w latach 2000–2010*, „Studia Ekonomiczne”, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 108, Katowice 2012.

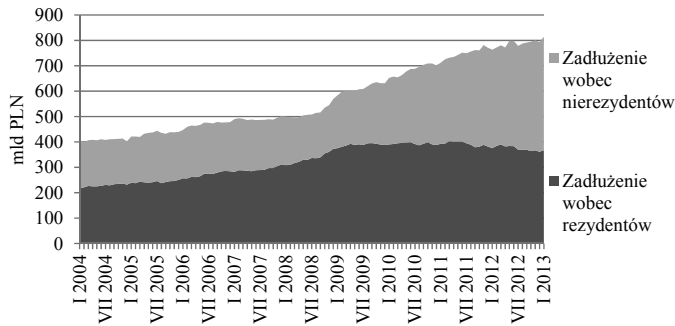
w okresie kryzysu gospodarczego. Oznacza to, że poszukiwali możliwości inwestowania środków bez ponoszenia nadmiernego ryzyka, chcąc jednak uzyskiwać stosunkowo wysoką rentowność (której nie zapewniały instrumenty dłużne krajów najwyżej rozwiniętych w Europie).

Warto zauważyć, że przeciętne terminy wykupu dla długu zaciąganego na rynkach zagranicznych są nieco dłuższe niż w przypadku zobowiązań zaciąganych na rynku krajowym. W analizowanym okresie wskaźnik ATM (*average time to maturity* – średni okres zapadalności) dla długu zagranicznego był stabilny i wynosił około 7–8 lat. W tym samym czasie ATM dla długu krajowego wzrósł z około 2 lat i 7 miesięcy do 5 lat i 6 miesięcy¹⁵. Odchylenia od wartości średniej były jednak bardzo znaczące. W związku z bardzo długimi okresami zapadalności części zadłużenia zagranicznego zaciągniętego do stycznia 2013 roku jego skutki będą odczuwalne dla polskiego budżetu aż do połowy 2055 roku.

Aktywność nierezydentów na rynku polskich skarbowych instrumentów dłużnych

Nierezydenci są zainteresowani nie tylko zakupem polskich obligacji zagranicznych, lecz również – coraz chętniej – inwestują na krajowym rynku skarbowych papierów dłużnych. Jest to efektem postępujących procesów globalizacyjnych, rozwoju polskiej gospodarki oraz coraz większego zaufania inwestorów zagranicznych do polskich skarbowych papierów dłużnych. Według danych Ministerstwa Finansów, na koniec stycznia 2013 roku łączna wartość zobowiązań (zarówno krajowych, jak i zagranicznych) Skarbu Państwa wobec nierezydentów wyniosła 446,4 mld zł, co stanowiło 54,82% ogółu zobowiązań Skarbu Państwa. Wzrost aktywności nierezydentów jest szczególnie widoczny w okresie światowego spowolnienia i kryzysu gospodarczego. Rosnące zapotrzebowanie polskich władz publicznych na środki finansowe w tym okresie było w bardzo dużym stopniu zaspokajane właśnie przez nierezydentów. Udział nierezydentów w strukturze podmiotowej łącznego długu Skarbu Państwa RP przedstawiono na rysunku 3.

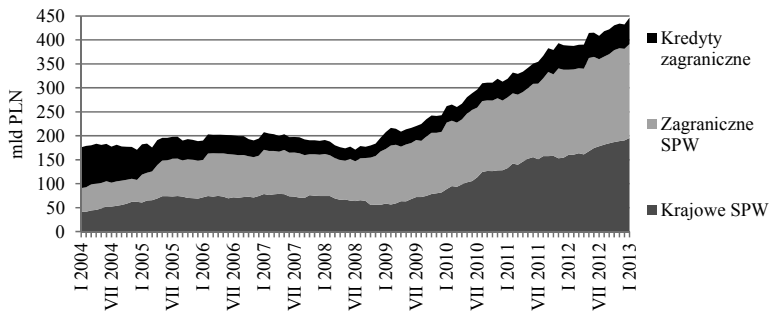
¹⁵ *Zadłużenie Skarbu Państwa...*



Rys. 3. Struktura długu Skarbu Państwa RP według kryterium pochodzenia inwestora

Źródło: jak pod rysunkiem 1.

Nierezydenci byli wierzycielami Skarbu Państwa RP z tytułu różnorodnych instrumentów (kredytów zagranicznych oraz SPW emitowanych na zagraniczne rynki, jak i rynek polski). Szczegóły zaprezentowano na rysunku 4.



Rys. 4. Struktura długu Skarbu Państwa RP wobec nierezydentów

Źródło: jak pod rysunkiem 1.

Jak już wcześniej wspomniano, nierezydenci wykazywali rosnące zainteresowanie nie tylko zagranicznymi SID, lecz również SPW przeznaczonymi na polski rynek. Dowodzi to ich zaufania do stabilności polskiej waluty. Zobowiązania na rynku krajowym, niezależnie od rodzaju instrumentu (bony, obligacje), są zaciągane przez Skarb Państwa w polskich złotych. Inwestorzy zagraniczni, chcąc nabyć polskie skarbowe papiery wartościowe wyemitowane na krajowy rynek, byli zmuszeni wymienić rodzimą walutę na polską. Ponosili więc dodatkowe ryzyko kursowe. Było ono rekompensowane atrakcyjnym oprocentowa-

niem polskich skarbowych papierów wartościowych. Jednocześnie polskie władze publiczne umożliwiały nierezydentom dostęp do krajowego rynku skarbowych instrumentów dłużnych. W listach emisyjnych Ministerstwo Finansów dopuszcza sprzedaż papierów skarbowych nierezydentom.

Na początku 2004 roku nierezydenci byli w posiadaniu polskich skarbowych instrumentów dłużnych na łączną kwotę 176 mld zł, z czego 41,4 mld zł dotyczyło zobowiązań Skarbu Państwa zaciąganych w polskich złotych na rynku krajowym (i były to zobowiązania z tytułu SPW). W kolejnych latach następował wzrost znaczenia tej grupy inwestorów na rynku polskich skarbowych instrumentów dłużnych emitowanych na rynek krajowy. W pierwszym kwartale 2007 roku w ich portfelach znajdowały się instrumenty wyemitowane w polskich złotych o łącznej wartości niemal 80 mld zł (co stanowiło około 16% wartości całego długu Skarbu Państwa). W kolejnych miesiącach nastąpiło zachwianie tendencji wzrostowej udziału nierezydentów w strukturze wierzycieli Skarbu Państwa działających na krajowym rynku. Wartość instrumentów w ich portfelach znacząco spadła, a następnie zaczęła ponownie szybko rosnąć. Szczegóły zaprezentowano w tabeli 2.

Tabela 2

Krajowe SPW w posiadaniu nierezydentów na tle długu Skarbu Państwa RP

Okres	Dług SP ogółem (mln zł)	Dług z tytułu SPW emitowanych na rynek krajowy (mln zł)	Krajowe SPW w posiadaniu nierezydentów		
			mln zł	udział w długu SP ogółem (%)	udział w długu z tytułu krajowych SPW (%)
A	B	C	D	D : B	D : C
I 2004	394 493,3	252 197,5	41 382,6	10,49	16,41
XII 2004	402 860,2	286 887,7	62 317,9	15,47	21,72
XII 2005	440 167,3	311 965,8	68 931,4	15,66	22,10
XII 2006	478 526,4	350 533,7	74 377,0	15,54	21,22
XII 2007	501 531,0	380 169,0	74 483,7	14,85	19,59
XII 2008	569 945,9	419 422,7	55 875,1	9,80	13,32
XII 2009	631 506,5	462 483,7	81 813,3	12,96	17,69
XII 2010	701 850,6	506 984,5	128 256,5	18,27	25,30
XII 2011	771 127,5	514 285,2	154 226,9	20,00	29,99
XII 2012	793 853,1	533 477,5	190 478,7	23,99	35,71
I 2013	814 403,5	542 894,6	195 611,3	24,02	36,03

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Z tej perspektywy bardzo ciekawie przedstawia się analiza zachowania inwestorów zagranicznych działających na polskim rynku skarbowych instrumentów dłużnych w okresie kryzysu gospodarczego. W jego początkowej fazie widoczny był spadek zainteresowania polskimi papierami skarbowymi emitowanymi na rynek krajowy. W okresie od kwietnia 2007 do lipca 2008 zagraniczni inwestorzy wycofali się z inwestycji w te papiery na łączną kwotę ponad 15 mld zł. W kwietniu w ich rękach znajdowały się instrumenty na łączną kwotę 79 mld zł, a w lipcu 2008 roku w ich portfelach pozostały papiery o wartości około 63,9 mld zł. Było to spowodowane koniecznością zasilenia w płynność lub dodatkowego dofinansowania inwestycji i przedsięwzięć w krajach pochodzenia inwestorów. Środki na ten cel zostały wycofane z płynnych inwestycji finansowych poczynionych w Polsce. Od sierpnia 2008 roku widoczny jest szybki powrót tej grupy inwestorów na polski rynek.

W okresie od sierpnia 2008 do stycznia 2013 wartość skarbowych papierów wartościowych emitowanych na polski rynek, będąca w rękach nierezydentów, wzrosła odpowiednio z 65,7 mld zł do 195,6 mld zł (a więc niemal trzykrotnie). Mogło to być w dużej mierze spowodowane powrotem inwestorów do bezpiecznych (jednych z najbezpieczniejszych w Europie w warunkach kryzysu) i jednocześnie relatywnie wysoko oprocentowanych instrumentów dłużnych.

Podsumowanie

Przeprowadzone analizy pozwalają pozytywnie zweryfikować wszystkie z postawionych hipotez. Inwestorzy zagraniczni w coraz większym stopniu inwestują w polskie skarbowe instrumenty dłużne. Coraz chętniej nabywają także SPW emitowane w polskich złotych i przeznaczone na krajowy rynek finansowy. Akceptują w związku z tym ryzyko kursowe związane z wahaniami kursu złotego. Skłania ich do tego relatywnie wysokie oprocentowanie tych instrumentów przy jednoczesnym stosunkowo niewielkim poziomie ryzyka (mającym swoje odzwierciedlenie w coraz lepszych ocenach międzynarodowych agencji ratingowych). Zaufanie do polskich SPW szczególnie uwidoczniło się w okresie kryzysu finansowego, kiedy po chwilowym wycofaniu się, zagraniczni inwestorzy ponownie byli nimi zainteresowani. Daje to polskim władzom publicznym możliwość pozyskiwania kapitału za granicą, a także umożliwia poszerzenie grona inwestorów nabywających papiery skarbowe na krajowym rynku.

Bibliografia

- Dębski W., *Akcje, obligacje i ich wycena*, Absolwent, Łódź 1997.
- Dias J.D., *External debt statistics of the euro area*, IFC Conference on *Initiatives to address data gaps revealed by the financial crisis*, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland, 25–26 August 2010.
- Drine I., Nabi S.M., *Public external debt, informality and production efficiency in developing countries*, “Economic Modelling”, March 2010.
- Guidelines for public debt management*, Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank, IMF 2001.
- Kohlscheen E., *Domestic vs. external sovereign debt servicing: an empirical analysis*, “International Journal of Finance and Economics”, January 2010.
- Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., DzU 1997, nr 78, poz. 483.
- Krzemińska A., *Zmiany w poziomie i strukturze państwowego długu publicznego w Polsce w latach 2000–2010*, „Studia Ekonomiczne”, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 108, Katowice 2012.
- Lojshch D.H., Rodríguez-Vives M., Slavík M., *The size and composition of government debt in the euro area*, European Central Bank Occasional Paper Series 2011, no. 132.
- www.fitchratings.com (dostęp: 24.04.2013).
- www.mf.gov.pl (dostęp: 24.04.2013).
- www.finanse.mf.gov.pl (dostęp: 24.04.2013).
- Panizza U., *Domestic and external public debt in developing countries*, UNCTAD Discussion Papers 2008, no. 188.
- Uryszek T., *Dług Skarbu Państwa jako źródło finansowania deficytu budżetowego*, Difin, Warszawa 2010.
- Uryszek T., *Financial management of local governments in Poland – selected problems*, “Journal of Economics, Business and Management” 2013, vol. 1, no. 3.
- Ustawa z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych, DzU 1998, nr 155, poz. 1014 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, DzU 2005, nr 249, poz. 2104 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, DzU 2009, nr 157, poz. 1240 z późn. zm.
- Zadłużenie Skarbu Państwa. Biuletyn miesięczny (01/2004–02/2013)*, Ministerstwo Finansów, Warszawa.

FOREIGN INVESTORS ON POLISH STATE TREASURY DEBT MARKET**SUMMARY**

The purpose of this article is to examine the activity of foreign investors on the State Treasury debt market in Poland. This purpose is accompanied by three research hypotheses presented in the Introduction.

The article is divided into three main parts. The first discusses theoretical issues, in the second one the volume of Polish State Treasury on foreign markets is presented. The third section discusses the activities of non-residents on Polish Treasury Securities market, with particular emphasis on the domestic market. The study is based on data from the Ministry of Finance of Poland, Eurostat and the major rating agencies. The analyzes allowed for positive verification of the hypotheses.

Keywords: public debt, foreign investors, state treasury debt instruments